

周度经济观察

——海内外市场共振

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450520080004)²

2023年10月10日

内容提要

国庆期间的旅游数据表明当前居民部门消费倾向和风险承担意愿仍然处于偏低水平，这同时也对房地产市场的恢复形成负面拖累，宏观经济总体仍在磨底过程中。

近期10年期美债收益率大幅抬升，这一抬升几乎全部源自实际利率的攀升。而实际利率的攀升更多与期限溢价上行有关，背后反映出美国监管部门、主要投资者对长期利率预测的信心出现动摇。这一过程尚未完全结束。

海外市场波动通过资金流动和风险偏好的渠道对国内市场形成负面影响。同时国内资金利率的抬升有助于人民币汇率的稳定，但对信用扩张和市场预期或许存在抑制。在此背景下，权益市场的企稳抬升或许仍然需要等待。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

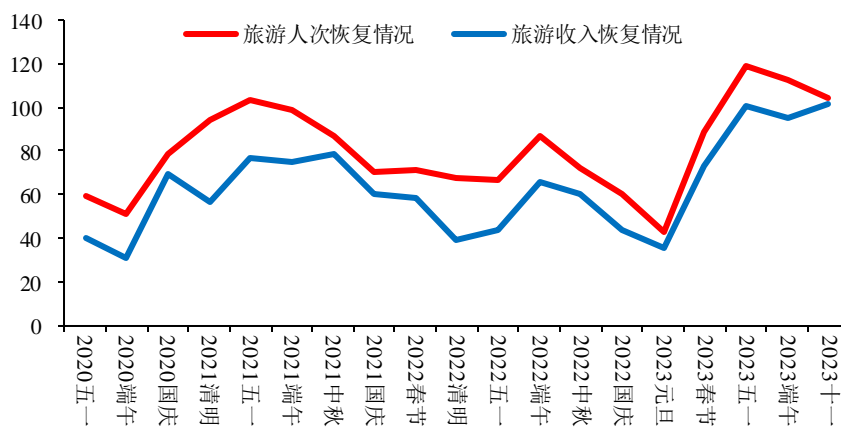
证券研究报告/周度报告

一、房地产政策效果温和

今年国庆假期，国内旅游出游人数 8.26 亿人次，按可比口径较 2019 年增长 4.1%；国内旅游收入 7534.3 亿元，按可比口径较 2019 年增长 1.5%。与五一、端午相比，出游人次出现下滑，说明此前积压性的出游需求释放完毕。

考虑到相比 2019 年中国居民名义可支配收入提升了接近 20%，而假期的旅游支出大致持平，旅游作为一种可选消费在收入中的占比大幅下降，表明中国居民的消费倾向仍然处于偏低的水平。不过尽管出游人数同比减少，但旅游支出总体稳定，另一方面也暗示居民的消费倾向进一步回落的风险有限。

图1：旅游收入恢复情况，%



数据来源：Wind，安信证券

2019年同期为 100

9月制造业 PMI 为 50.2，较上月上升 0.5 个百分点，强于季节性。建筑业 PMI 环比回升 2.4 个点至 56.2。服务业 PMI 为 50.9，较上月回升 0.4 个百分点，结束连续 5 个月的回落，PMI 数据显示经济在各个层面出现修复。

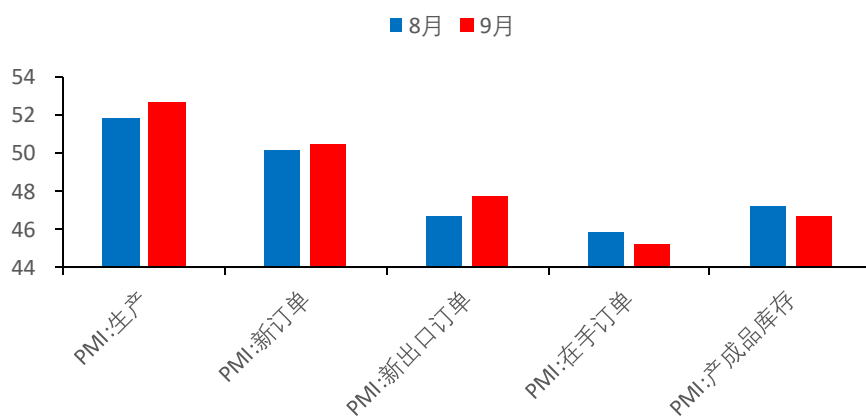
分项来看，新出口订单的回升是推升 9 月 PMI 的主要力量。产成品库存的回落显示在预期和信心不足的背景下，存货回补的力度不宜估计过高。同期美国、

欧洲制造业 PMI 出口抬升，海外主要经济体制造业部门的恢复对我国出口活动形成正向支撑。

价格层面，原材料购进价格大幅回升 2.9 个百分点至 59.4，PPI 的同比修复短期或将延续。

总体而言，国内需求仍然处于偏弱格局，海外制造业的回暖在推动国内出口链条的修复。不过国内房地产、服务业仍处于偏弱水平，经济总体上仍然在磨底的过程中。

图2：PMI 分项，%



数据来源：Wind，安信证券

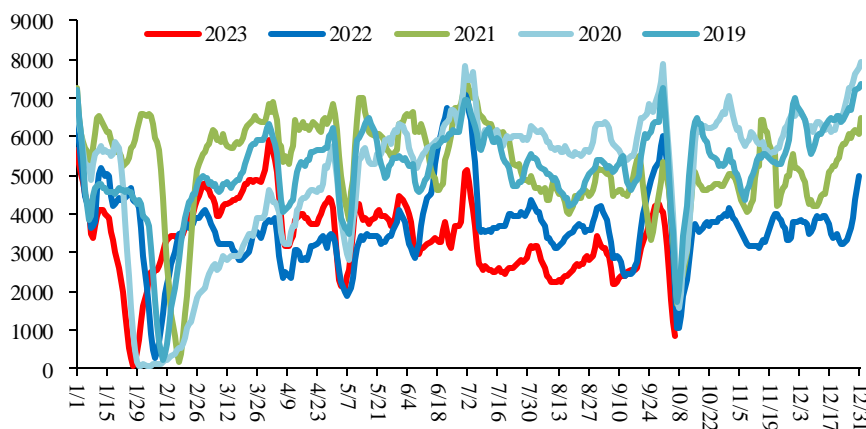
8 月中下旬以来一系列房地产放松政策密集推出。从高频的新房销售来看，9 月销售数据的改善更多与季节性因素有关，政策效果总体温和。二手房销量改善的同时挂牌量激增，房价尚未出现企稳的迹象。从草根调研的结果来看，本轮政策放松的效果没有明显超市场预期。

当前市场参与者期待核心城市的限购政策松绑，以及贷款利率、首付比例的下调。从我们观察的人口流动、房企价格数据来看，一线城市人口回流、民营房地

产企业流动性压力的缓解均进展缓慢，这或许会对房地产销售、投资活动形成较长时间的拖累。

因此总体来看，国庆期间的数据表明当前居民部门消费倾向和风险承担意愿仍然处于偏低水平，这同时也对房地产市场的恢复形成负面影响，进而使得宏观经济向上的动能有限，经济仍在磨底过程中。

图3：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

二、权益市场仍在磨底期

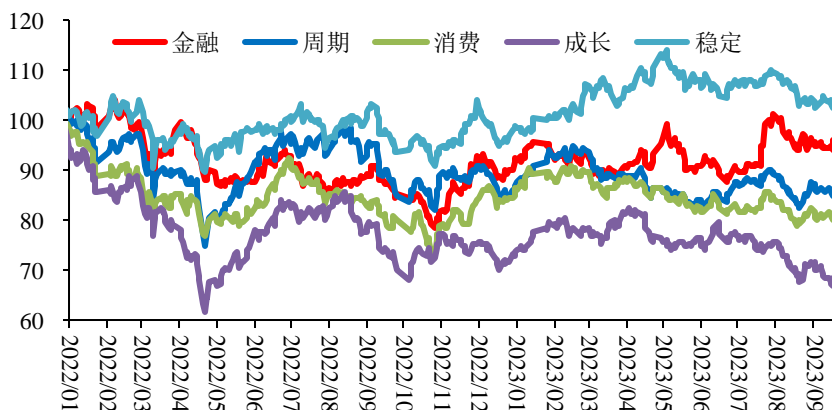
节前权益市场中枢震荡，成交清淡，日均成交七千亿，属于较长时间以来低点。医药和成长风格相对较强，周期和金融板块相对弱势。

周期和房地产板块的弱势与房地产政策效果温和有关。此外，海外市场的波动从资金流动和风险偏好层面可能都对国内存在负面影响。

从国内情况来看，国庆期间旅游数据显示的居民消费倾向恢复缓慢，房地产销售数据没有明显改善，市场对经济基本面修复的预期不高。与此同时，银行间资金利率的抬升有助于人民币汇率的稳定，但资金利率的抬升对信用扩张和经济修复或许存在抑制影响，这一影响多少也体现在权益市场上。

总体而言，当下仍然处于磨底阶段，市场底的确认仍然需要基本面改善出现迹象。如果海外市场的波动趋缓，国内市场或将相应回弹。但国内市场持续的上行仍然依赖于基本面的改善，这可能仍然需要等待。

图4：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2021年12月31日为100

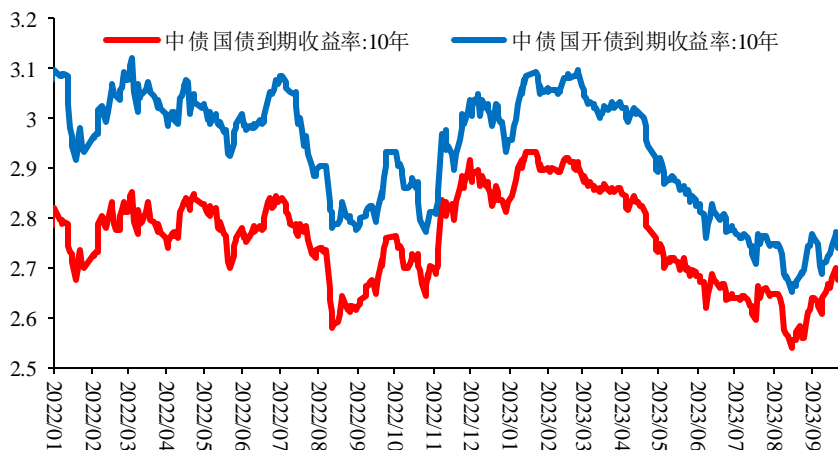
8月以来，资金价格较此前几个月出现上升，带动短端利率上行，而长端利率在基本面复苏迹象不明确的背景下，上升幅度较小，收益率曲线走平。

与此同时，8月以来人民币汇率表现强势，人民币兑一篮子汇率持续升值。在美元指数大幅走高的背景下，人民币兑美元汇率保持稳定。考虑到8月以来国内经济基本面没有出现明显修复，人民币汇率的走强或许与资金利率的上升联系密切，而资金利率的抬升推升了各期限的债券市场收益率。

从这个角度来看，当前汇率市场的变化对资金利率的影响相对主导。考虑到美元指数目前处于较高水平，汇率市场的压力仍然存在，这意味着短期之内国内资金利率难以快速回落。

不过从绝对水平来看，当前资金市场利率已经回升至年内高位，在经济基本面偏弱、信用扩张缓慢的背景下，资金利率进一步上行的空间似乎有限，这或许表明债券市场收益率单边向上的风险可控。

图5：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、美债收益率易上难下

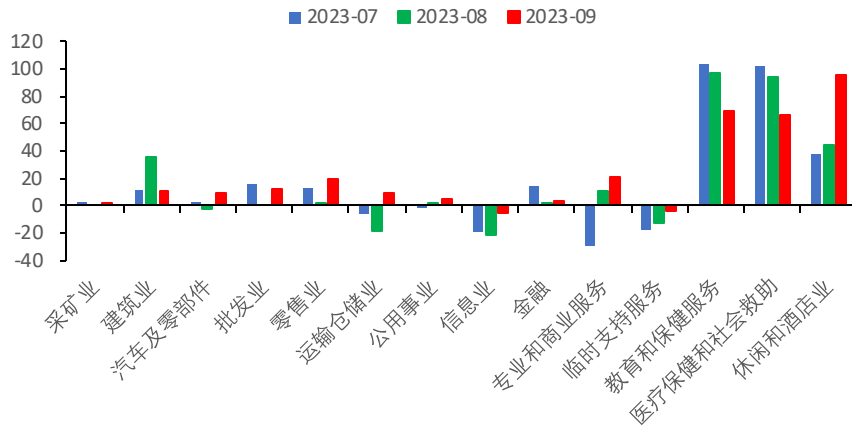
9月美国新增非农就业人口为33.6万，较上月大幅抬升10.9万。从结构上看，休闲和酒店业、专业和商业服务、零售业等服务业主要推动了非农就业的抬升，同时商品生产、政府就业也表现偏强。

9月失业率为3.8%，与上月持平，维持在历史低位。劳动参与率62.8%，也与上月持平，与疫情前仍有0.5个百分点左右的差距，显示劳动力市场仍然偏紧。

工资方面，时薪环比增速为0.21%，同比增速4.2%，略低于上月。当前薪资水平仍然显著高于疫情前。

总体而言，非农就业数据的超预期增长显示劳动力市场仍然强劲，经济出现二次回升的迹象，通货膨胀的控制存在较大压力。

图6：新增非农就业分项，千人



数据来源：Wind，安信证券

与非农就业数据的指向一致，9月美国经济数据表现强劲。9月美国ISM制造业PMI超预期抬升至49%，创今年新高。其中新订单、产出、就业分项均出现上行，表明美国制造业部门在持续复苏。与此同时，美国服务业PMI小幅回落至53.6%，但绝对水平依然偏高。制造业部门的回升边际上对冲了服务业减速的影响，最终使得美国经济表现持续偏强。

美国非农就业数据超预期、制造业PMI持续回升催化了美债收益率的上行。十一期间10年期美债收益率从4.5%左右的水平一度上升至4.9%，创金融危机以来新高。拆分来看，10年期美债收益率的上行几乎全部源自实际利率的抬升，进一步观察，可以发现实际利率的抬升更多与期限溢价（term premium）有关。

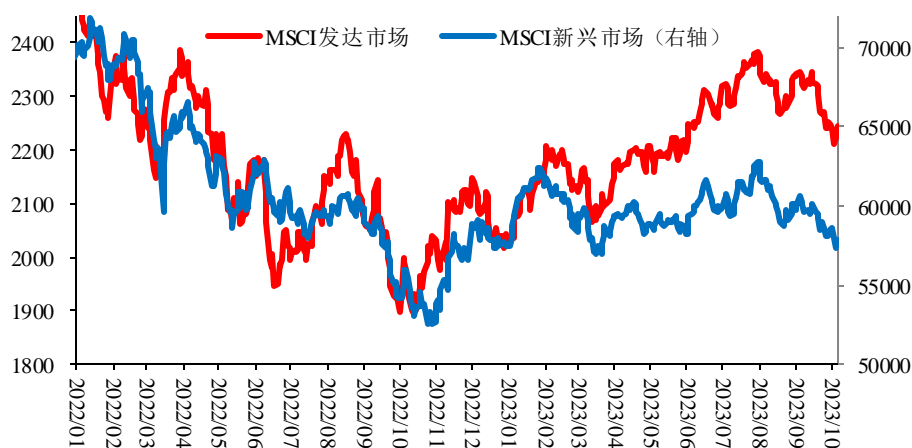
9月中旬以来，美国监管部门、主要投资者对长期利率预测的信心开始动摇。此前市场建立的长期预测框架，对于解释当前美国经济、以及评估利率对经济的影响似乎不完全适用，这一不确定性的提升最终反映在期限溢价上，同时市场的加息预期始终稳定。从这个角度来看，市场对这种不确定性的定价可能更多是一

次性的。从晚近的数据来看，尽管债券市场收益率仍然在调整，但纳斯达克指数开始表现出企稳的迹象，权益市场对这一变化的定价可能在接近尾声。

在美债收益率大幅抬升的同时，美元指数持续走强，美股小幅下跌，黄金和大宗商品价格回落。

往后看，市场对这一不确定性定价结束后，美债收益率有望出现阶段性回落，各类资产价格也会出现回荡。但总体而言，考虑到美国实体部门资产负债表健康、劳动力供应的短缺以及制造业的恢复，美债收益率的中枢水平处于易上难下的趋势中。

图7：MSCI 发达和新兴市场指数



数据来源：Wind，安信证券

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

证券研究报告/周度报告

第10页，共10页

2023年10月